

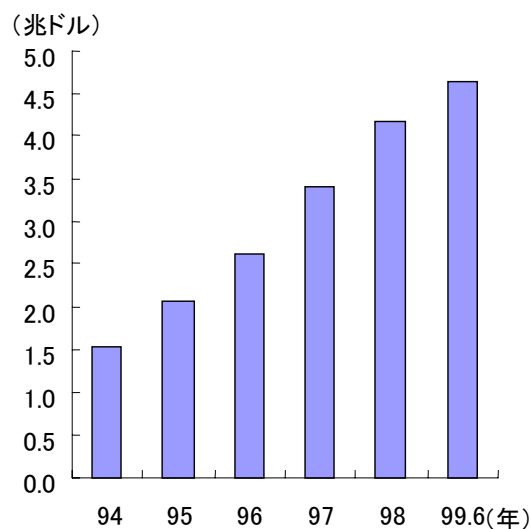
低手数料を武器に米国投信業界トップを目指すバンガード

米国投信業界では、業界 2 位のバンガードの旗艦ファンドである 500 インデックス・ファンドが、業界 1 位のフィデリティの旗艦ファンドであるマゼラン・ファンドを追い上げており、両ファンドの純資産残高がいつ逆転するか注目されている。バンガードはまた、同社の創業者であるジョン・ボーグル会長（シニア・チェアマン）が、99 年末に年齢を理由に退任させられることで話題を呼んだ。我が国では、フィデリティが書籍等でよく紹介されているのに比べて、バンガードについてはそれほど知られていないことから、本レポートではバンガードについて紹介する。

1. フィデリティを追い上げるバンガードの旗艦ファンド

米国では、投資信託の純資産残高が増加を続けており、MMF を除く長期投信の純資産残高が 99 年 6 月には 4.6 兆ドルに達した（図 1）。5 年前の 94 年の 1.5 兆ドルから、3 倍以上の増加である。このうち、株式投信の純資産残高をみると、94 年に 8,600 億ドルだったものが 99 年 6 月には 3.4 兆ドルを超えており、約 4 倍の増加を記録した。94 年以降の長期投信の純資産残高増分は、8 割以上が株式投信への資金流入と株高による資産価値上昇によるものだった。

図 1 米国長期投信の純資産残高



(注) MMF を除く株式投信、債券投信、バランス型投信

(出所) Investment Company Institute, *Trends in Mutual*

Fund Investing より野村総合研究所作成

投信市場全体、中でも株式投信が好調な中で、バンガードの旗艦ファンドであり、スタンダード・アンド・プアーズ 500 株価指数に連動するバンガード 500 インデックス・ファンド（以下、500 インデックスと呼ぶ）が、フィデリティの旗艦ファンドであるマゼランを追い上げている。バンガードは投信運用会社として米国 2 位、フィデリティは 1 位であり、500 インデックスは投信として米国 2 位、マゼランは 1 位であるので、2 位の運用会社の 2 位の投信が、1 位の会社の 1 位の投信を追い上げるという格好になっている。500 インデックスの純資産残高は 99 年 6 月末時点で 926 億ドルに達し、マゼランの 976 億ドルにあと 50 億ドルまで迫った（表 1）。マゼランは 7 月に 1,000 億ドルの大台に乗ったと報じられたが、500 インデックスが大台に乗るのも時間の問題と言われており、両ファンドの純資産残高がいつ逆転するか注目されている。

表 1 米国長期投信の純資産残高上位 20 本（99 年 6 月時点）

(単位:億ドル)

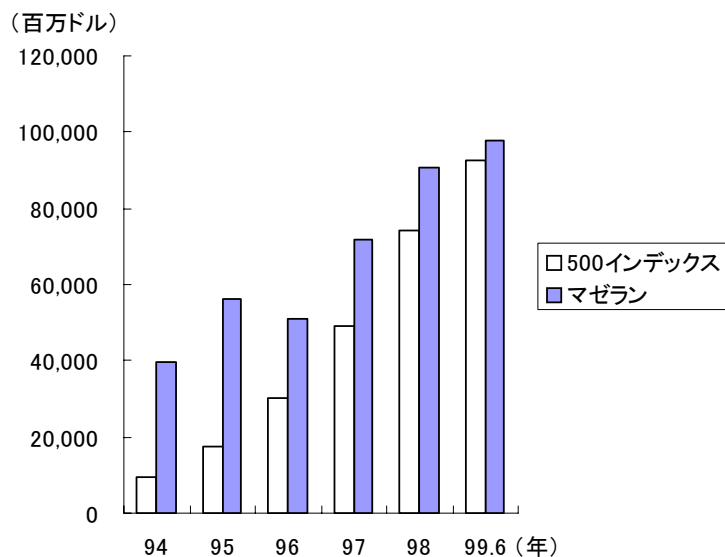
	ファンド名	運用会社	純資産残高
1	フィデリティ・マゼラン	フィデリティ	976
2	バンガード500インデックス	バンガード	926
3	ワシントン・ミューチュアル・インベスターズ	キャピタル・リサーチ	586
4	インベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ	キャピタル・リサーチ	546
5	フィデリティ・グロース&インカム	フィデリティ	505
6	フィデリティ・コントラファンド	フィデリティ	436
7	バンガード・ウインザーⅡ	バンガード	353
8	アメリカン・センチュリー・ウルトラ	キャピタル・リサーチ	349
9	ジェナス・ファンド	ジェナス	323
10	バンガード・ウェリントン	バンガード	272
11	フィデリティ・アドバイザー・グロース・オポチュニティ	フィデリティ・アドバイザー	268
12	バンガード・インスティテューショナル・インデックス	バンガード	266
13	フィデリティ・ピューリタン	フィデリティ	265
14	ジェナス・トウェンティ	ジェナス	261
15	ニュー・パースペクティブ	キャピタル・リサーチ	253
16	フィデリティ・エクイティ・インカム	フィデリティ	253
17	フィデリティ・ブルーチップ・グロース	フィデリティ	240
18	ユーロパシフィック・グロース	キャピタル・リサーチ	240
19	インカム・ファンド・オブ・アメリカ	キャピタル・リサーチ	234
20	パトナム・グロース&インカム	パトナム	232

(出所) Wall Street Journal (1999 年 8 月 2 日) より野村総合研究所作成

フィデリティのマゼランは、かつてピーター・リンチという伝説的なファンド・マネージャーが運用を手がけ、米国における投信の普及の立役者だったとも言える存在である。97 年 9 月末には、純資産残高があまりに多額となり運用にさしつかえとの判断から、フィデリティが提供する 401(k)プランの加入者を除いて新規顧客の受け入れを停止した。したがって、それ以降のマゼランへの資金流入は全て既存投資家及びフィデリティの 401(k)プラン加入者からのものである。また、株高が続く中でインデックス・ファンド全般の人気が高まっているのも事実である。しかし、それらの点を勘案しても、500 インデックスの

純資産残高の急増ぶりは目覚ましい。(図2を参照)

図2 マゼランと500インデックスの純資産残高



(注) 500インデックスは年末、マゼランは翌年の3月のデータ
(出所) 両ファンドの目論見書より野村総合研究所作成

表2 米国長期投信の運用会社別ランキング (99年6月末)

(単位:百万ドル)

運用会社	運用資産残高
1 フィデリティ	6,398
2 バンガード	4,352
3 キャピタル・リサーチ	3,235
4 パトナム	2,345
5 フランクリン・テンブルトン	1,684
6 TIAA-CREF	1,557
7 アメリカン・エクスプレス・ファンズ	1,096
8 ジェナス	1,087
9 オッペンハイマー・ファンズ/マスミューチュアル	948
10 Tロウ・プライス	947
11 AIMグループ	940
12 MFS	915
13 スカダー・ケンパー・インベストメンツ	864
14 メリルリンチ・アセット・マネジメント	858
15 アメリカン・センチュリー	810
16 モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター・アドバイザー	798
17 アライアンス	794
18 プルデンシャル・ミューチュアルファンズ	669
19 SSBシティ・アセット・マネジメント	643
20 ドレイファス	546

(出所) Investment Company Institute 資料より野村総合研究所作成

なお、MMF を除く長期投信の運用会社ごとの運用資産残高をみても、バンガードがフィデリティを追い上げている。表 2 にあるように、99 年 6 月末時点でフィデリティが 1 位、バンガードが 2 位というのはそれまでと変わらないが、94 年には、バンガードの長期投信の純資産残高は 1,063 億ドルでフィデリティの 2,000 億ドルの約半分だった。99 年 6 月末にはこの差は縮まり、バンガードの長期投信の純資産残高はフィデリティの 3 分の 2 にまで迫っている。

2. インデックス・ファンドを中心とする品揃え

以上のように、フィデリティ・マゼランを追い上げている 500 インデックスとはどのような投信なのだろうか。また、バンガードとはどのような運用会社なのだろうか。

バンガードは、米国第 2 位の投信運用会社で、証券会社や銀行との資本関係がない独立系である。投信の販売形態で分類すると、直販会社の分類に属する。すなわち、投資家が、証券会社等の販売業者を通さず、電話、郵便やインターネットにより運用会社であるバンガードから直接ファンドを購入するという販売形態を取っている。

バンガードの投信の品揃えを概観すると、約 90 本の投信を提供しており、株式ファンド、債券ファンド、バランス型ファンド、MMF をバランス良く揃えている（表 3）。ただ、これらのうち、いわゆるアクティブ運用の株式投信は運用を外部委託しており、バンガード自身が運用しているのは MMF、債券ファンドとインデックス・ファンドなどのパッシブ運用の株式ファンドである¹（アクティブ運用とパッシブ運用については後述）。

また、500 インデックスの全米 2 位という実績が象徴するように、やはりバンガードといえばインデックス・ファンドの運用会社として名が通っている。同社は表 4 のように、20 本のインデックス・ファンドを提供しているが、米国で提供されているインデックス・ファンドの純資産残高をみると、99 年 6 月末時点の上位 20 本中、12 本がこれらのバンガードのファンドで占められているほどの人気である²（表 5）。

さて、インデックス・ファンドとは、ベンチマーク（株式投信なら株価指数など、運用の目標基準）と同じ収益率をあげるのを目標とする投信のことである。このような運用方法はパッシブ運用と呼ばれるが、その背後には、どれほど優秀なファンド・マネージャーでも、市場の平均を上回る運用成績をあげ続けることはできないという考え方があつた。これに対し、ファンド・マネージャーの銘柄選択により、ベンチマークを上回る運用成績を目指すのをアクティブ運用と呼ぶ。インデックス・ファンドはパッシブ運用の代表である。

¹運用商品の特性に応じて自社運用、外部委託、合同運用などを使い分けるバンガードの戦略については、野村総合研究所研究開発センター編「ミューチュアルファンド入門」（東洋経済新報社、1997 年）を参照されたい。

²ただし、表 5 の 20 本には、1 つのファンドの中の機関投資家向け手数料体系が独立の 1 本として数えられている。これらを除くと、上位 20 本中バンガードのファンドは 10 本となる。

表3 バンガードの投信品揃え

	バンガードが運用	外部委託	合同運用
株式投信	米国株式インデックス(9本) 米国外株式インデックス(4本) REITインデックス インスティテューショナル・インデックス アグレッシブ・グロース タックス・マネージド(4本)	グロース&インカム キャピタル・オポチュニティ グローバル・エクイティ インターナショナル・グロース インターナショナル・バリュー プライムキャップ 優先株ファンド セレクトッド・バリュー エネルギー・ファンド 金・貴金属ファンド ヘルスケア・ファンド USグロース ユーティリティ・インカム ウインザー	エクイティ・インカム エクスプローラー モルガン・グロース ウインザーII
債券投信	債券インデックス(4本) アドミラル(4本) 中期社債ファンド 中期国債ファンド 長期国債ファンド 短期社債ファンド 短期フェデラル・ファンド 短期国債ファンド カリフォルニア非課税(3本) フロリダ長期非課税 マサチューセッツ非課税 地方債ファンド(7本) ニュージャージー非課税(2本) ニューヨーク非課税(2本) オハイオ非課税(2本) ペンシルバニア非課税(2本)	GNMAファンド 長期社債ファンド 転換証券ファンド ハイイールド社債ファンド	
バランス型	バランスド・インデックス 非課税バランスド・ファンド	ウェルズリー・インカム ウェリントン アセット・アロケーション グローバル・アセット・アロケーション	
MMF	MMF&トレジャリーMMF		

(注) 1. バランス型は株式と債券の両方を投資対象とするファンド。

2. ファンド・オブ・ファンズのライフストラテジー・ファンドとスター・ファンドは含まれていない。

(出所) バンガードのインターネット・ホームページ、各ファンドの目論見書より野村総合研究所作成

表 4 バンガードのインデックス・ファンド

ファンド名	投資対象	ベンチマーク
<u>米国株式</u> 500 インデックス バリュース・インデックス グロース・インデックス ミッドキャップ・インデックス エクステンデッド・マーケット・インデックス スモールキャップ・インデックス スモールキャップ・バリュース・インデックス スモールキャップ・グロース・インデックス トータル・ストック・マーケット・インデックス REIT インデックス	米国大企業株式 米国大企業バリュース銘柄 米国大企業グロース銘柄 米国中堅企業株式 米国中小企業株式 米国小企業株式 米国小企業バリュース銘柄 米国小企業グロース銘柄 米国企業株式 米国 REIT 株式	S&P500 S&P500/BARRA Value S&P500/BARRA Growth S&P MidCap 400 Wilshire 4500 Russell 2000 Small Stock S&P SmallCap600/BARRA Value S&P SmallCap600/BARRA Growth Wilshire 5000 Morgan Stanley REIT Inedx
<u>米国外株式</u> ヨーロピアン・ストック・インデックス エマージング・マーケット・ストック・インデックス パシフィック・ストック・インデックス トータル・インターナショナル・インデックス	ヨーロッパ諸国企業株式 エマージング市場株式 太平洋諸国企業株式 上記 3 本のファンド	MSCI Europe MSCI Select Emerging MSCI Pacific Free MSCI 総合指数
<u>債券</u> トータル・ボンド・マーケット・インデックス 短期債インデックス 中期債インデックス 長期債インデックス	米国公社債 米国内外の公社債 1-5 年物 米国内外の公社債 5-10 年物 米国内外の公社債 10 年超	Lehman Brothers 総合債券指数 Lehman Brothers 1-5 年債券指数 Lehman Brothers 5-10 年債券指数 Lehman Brothers 長期債指数
<u>バランス</u> バランスド・インデックス	60%を米国企業株式 40%を米国債券	Wilshire 5000 Lehman Brothers 総合債券指数
<u>機関投資家向け</u> インスティテューショナル・インデックス	米国大企業株式	S&P500

(出所) 各ファンドの目論見書より野村総合研究所作成

バンガードは、インデックス・ファンドを売り物とするだけあって、表 4 のように、投資対象別で見ても、米国内外の株式インデックス・ファンド、債券インデックス・ファンド、バランス型インデックス・ファンド（資産の 60%を株式、40%を債券で運用）と一通り提供している。また、投資家別で見ても、個人投資家と機関投資家の両方を対象にファンドを提供している。米国株式インデックス・ファンドについては、500 インデックスと REIT インデックスを除く 8 本で、個人投資家向けの手数料体系と機関投資家向けの手数料体系が 2 本建てで用意されており、債券インデックス・ファンドについてもトータル・ボンド・マーケット・インデックスが 2 本建ての手数料体系となっている。500 インデックスは個人投資家向けのみだが、機関投資家向けに同じインデックスをトラックするファンドが別途 1 本提供されている（表 4 のインスティテューショナル・インデックス）。

表5 米国インデックス・ファンドの純資産残高上位20本

(単位:百万ドル)

	ファンド名	運用会社	純資産残高
1	バンガード500インデックス	バンガード	86,674.9
2	バンガード・インスティテューショナル・インデックス	バンガード	24,821.9
3	フィデリティ・スパルタン・USエクイティ・インデックス	フィデリティ	18,351.7
4	バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス	バンガード	11,952.7
5	バンガード・グロース・インデックス	バンガード	10,460.0
6	フィデリティ・スパルタン・マーケット・インデックス	フィデリティ	9,187.0
7	バンガード・トータル・ボンド・マーケット・インデックス	バンガード	8,634.3
8	バンガード・インスティテューショナル・インデックス・プラス	バンガード	6,926.3
9	バンガード・ヨーロッパ・ストック・インデックス	バンガード	4,775.3
10	シュワップ1000ファンド	チャールズ・シュワップ	4,500.0
11	Tロウ・プライス・エクイティ・インデックス500	Tロウ・プライス	4,252.4
12	バンガード・エクステンデッド・マーケット・インデックス	バンガード	3,165.1
13	バンガード・バリュー・インデックス	バンガード	3,003.6
14	バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス(機関投資家用)	バンガード	2,968.1
15	バンガード・スモールキャップ・インデックス	バンガード	2,889.8
16	バンガード・トータル・ボンド・マーケット・インデックス(機関投資家用)	バンガード	2,813.1
17	USAA S&P500インデックス	USAA	2,713.9
18	パークレイズ・グローバル・インベスターズS&P500ストックス	パークレイズ	2,692.5
19	ドレイファスS&P500インデックス	ドレイファス	2,673.7
20	SSgA S&P500インデックス	ステート・ストリート	2,617.4

(注) 1.一つのファンドが個人投資家向け手数料と機関投資家向け手数料の2本建ての場合、別々に表示。斜体は機関投資家向け。
 2.モーニングスターのデータベースでは、純資産残高は各社が99年6月末時点で報告しているデータを掲載。バンガード500インデックスは99年5月末の純資産残高。
 (出所) Morningstar Principia より野村総合研究所作成

これらの中で、500インデックスは、スタンダード・アンド・プアーズ500(S&P500)をベンチマークとするインデックス・ファンドである。同ファンドの特色は、表6のようになっている。純資産残高は、繰り返しになるが、米国第2位である。また、米国の投信評価会社大手のモーニングスターによる格付けは5つ星で、これは同社が与える最高格付けである。

手数料の低さは、同ファンドの特色である。一般に、インデックス・ファンドは、ベンチマークに準じた銘柄構成を維持すれば良いので銘柄の入れ替えが少ないこと、アクティブ運用のように割安銘柄発掘のためのリサーチ等が必要ないことなどから、ファンドの運営コストが低い。ファンドの運営コストが低ければ、投資家が負担する手数料を低く抑えることができる。そのため、インデックス・ファンドの手数料は、一般に、アクティブ運用の投信の手数料よりも低めに設定されている。インデックス・ファンドである以上、手数料が低いのは当然とはいえ、500インデックスの投資家は、年間10ドルの口座管理手数料と純資産残高の0.18%を手数料として徴収されるのみである。この手数料体系は、バンガードの19本のインデックス・ファンドの中でも、機関投資家向けのを除けば、最も低い。また、米国の全ての個人投資家向けインデックス・ファンドの中でも低い方から5

指に入る(表7)。後述するように低手数料はバンガードの基本方針だが、500インデックスはその点でも、同社を代表していると言える。

表6 500インデックスのプロフィール

投資対象:	米国大企業株式
ベンチマーク:	S&P500
目論見書上の分類:	グロース・アンド・インカム
運用残高(99年6月末):	926億ドル
モーニングスターの格付け:	★★★★★
手数料:	
販売手数料	なし
口座管理手数料	口座残高が1万ドル未満の場合、 1四半期2.5ドル(年間10ドル)
運用手数料	0.15%
12b-1手数料	なし
その他手数料	0.03%
最低投資額:	3000ドル
設定年:	76年8月

(出所) 500インデックスの目論見書他より野村総合研究所作成
(モーニングスター社格付けはMorningstar Principia、運用残高は前掲のWall Street Journal)

表7 個人投資家向けインデックス・ファンドの手数料

(単位: %)

	ファンド名	運用会社	経費率
1	ストロング・ダウ30バリュール	ストロング・キャピタル・マネジメント	0.10
2	ブリッジウェイ・ウルトララージ35インデックス	ブリッジウェイ・ファンド	0.15
3	SSgA S&P500インデックス	ステート・ストリート	0.17
4	バンガード500インデックス	バンガード	0.18
5	USAA S&P500インデックス	USAA	0.18
6	ASMインデックス30	ベクター・インデックス・アドバイザーズ	0.18
7	フィデリティ・スパルタン・マーケット・インデックス	フィデリティ	0.19
8	シュワップS&P500セレクト	チャールズ・シュワップ	0.19
9	バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス	バンガード	0.20
10	バンガード・トータル・ボンド・マーケット・インデックス	バンガード	0.20
11	バンガード中期債インデックス	バンガード	0.20
12	バンガード短期債インデックス	バンガード	0.20
13	バンガード長期債インデックス	バンガード	0.20
14	カリフォルニア・インベストメントS&P500インデックス	CCMパートナーズ	0.20
15	バンガード・バランスド・インデックス	バンガード	0.21
16	バンガード・グロース・インデックス	バンガード	0.22
17	バンガード・バリュール・インデックス	バンガード	0.22
18	バンガード・エクステンデッド・マーケット・インデックス	バンガード	0.23
19	バンガード・スモールキャップ・インデックス	バンガード	0.24
20	BTインベストメント・エクイティ500インデックス	バンカーズ・トラスト	0.25

(注) いずれのファンドも、販売手数料は徴収していない。

低手数料を武器に米国投信業界トップを目指すバンガード

(出所) Morningstar Principia より野村総合研究所作成

表 8 は、500 インデックスとフィデリティ・マゼランの過去 5 年の年間利回りを比較したものである。500 インデックスとベンチマークである S&P500 との差は、5 年間を通じて 0.2% 以内に抑えられている。

一方、マゼランは、成長企業や割安な株式に投資して値上がり益を追求するタイプのファンドである。500 インデックスがパッシブ運用の投信であるのに対し、マゼランはアクティブ運用に分類され、したがってベンチマークを上回る運用成績を目指している。ところが、マゼランの過去 5 年の利回りは、表 8 にあるように、98 年を除いて 500 インデックスを、そして当然ベンチマークである S&P500 をも下回った。アクティブ運用のマゼランは 500 インデックスよりも手数料が高いが（運用手数料 0.43%、その他手数料 0.19%）、それを正当化できない運用成績だったとも言える。500 インデックスがマゼランを追い上げてきた理由は、一つにはこのような両ファンドのパフォーマンスの差があった。

表 8 500 インデックスとマゼランの年間利回り

(単位: %)

	94	95	96	97	98
500インデックス	1.2	37.4	22.9	33.2	28.6
マゼラン	-1.8	36.8	11.7	26.6	33.6
(参考)S&P500	1.3	37.6	23.0	33.4	28.6

(注) この利回りには、販売手数料が反映されていない。500 インデックスは販売手数料を徴収しないが、マゼランは投信販売時に 3% の販売手数料を徴収する。この販売手数料を反映させると、マゼランの利回りは表より低下し、例えば 98 年の場合、33.6% ではなく 29.6% であった。

(出所) 両ファンドの目論見書及び年次報告書より野村総合研究所作成

3. 低手数料での商品提供

ここで、バンガードという会社が、投信ビジネスに対してどのような考え方を持っているかに目を転じてみよう。

バンガードのインターネット・ホームページに掲載された同社のビジネス理念によると、同社は「個人投資家、機関投資家の両方に対して、そのニーズを満たすような広範な投信の品揃えとサービスを、高い質を維持しつつ可能な限り低いコストで提供する」ことを社の方針として掲げている。ビジネス理念にある広範な品揃えについては、前述の通りである。また、サービスについても、同社が投資家数千人に対して行ったサーベイで、90% が同社のサービスは「極めて良い」または「とても良い」と回答したとのことであるから、高い品質が保たれていることがうかがわれる。バンガードのビジネス・スタイルについて、最も注目すべきは、上記のビジネス理念の最後の部分、「可能な限り低いコストで提供する」である。

バンガードの「低コスト」の方針は、同社の投信が業界随一の手数料の低さを誇るという形で実現されていると言える。ここで言う手数料は、投資家が負担する手数料全般で、販売手数料（販売時に徴収される前取り、解約時に徴収される後取りの両方）と、ファンドの純資産残高から毎年差し引かれるタイプの手数料（経費率と呼ばれる）である。経費率には、運用手数料、管理手数料、12b-1 手数料（販売関連手数料でファンド資産から差し引かれるタイプのもの）などが含まれる。バンガードは販売手数料を一切徴収していないので経費率について比較すると、97 年の業界平均は 1.25% だったが、バンガードの提供する投信の平均は 0.28% だった。

バンガードの低手数料には、一つにはインデックス・ファンドを中心とする同社の品揃えが寄与している。前述のように、インデックス・ファンドには、ファンドの運営コストが低く、したがって投資家の手数料も低く設定できるという特色があるからである。

バンガードの投信販売が直販であることも低手数料に寄与している。投資家は、直販会社の投信を購入すると、証券会社ブローカーのアドバイスは受けられず、情報収集などを全て自分で行わなければならないが、その代わりに、ブローカーに対して支払われる販売手数料を徴収されないというメリットがある。要するに、低コストで投信が購入できるわけである。

投信直販といえば、フィデリティが 70 年代に始めて大成功を収めた販売形態である。ところが、本家本元ともいえるフィデリティでは、旗艦ファンドのマゼランが 3% の販売手数料を徴収するなど、直販だからといって販売手数料なしということにはなっていない。これに対し、バンガードは、提供しているファンド全てについて、販売手数料、12b-1 手数料のいずれも徴収していない。

4. 低コストの秘訣とされる会社形態

以上のように、高品質の商品・サービスと低コストの両立は、バンガードのコーポレート・アイデンティティであり、同社はそれを貫くことで、個性あふれる運用会社がひしめく米国投信市場で 2 位の地位を獲得したとも言える。

この低コストの実現に重要な役割を果たしているものとして、インデックス・ファンドを中心とした品揃え、直販という販売形態の他に、もう一つ、バンガードのユニークな会社形態がある。

バンガードは、同社の言葉を借りると、「米国で唯一、自身が運用する投信によって所有されている運用会社」である。同社によると、この特異な会社形態が、同社の運用する投信の低手数料に大きく寄与しているというのである。

バンガードは非公開会社であるため、同社の資本構成や主要株主などは不明である。バンガードの取締役会はジョン・ボーグル会長（シニア・チェアマン）、ジョン・ブレナン

会長の他、7名の社外取締役から成るが、これらの取締役や主要ファンド・マネージャーがバンガードの株主であるかどうかは明らかではない³。

表9 バンガードの株主であるファンド

		(単位:ドル)
	ファンド名	出資額
1.	バンガード・ウェリントン・ファンド	1,395,000
2.	バンガード・ウインザー・ファンド	2,988,000
3.	バンガード・ワールド・ファンド	1,000,000
4.	バンガード・エクスプローラー・ファンド	155,000
5.	バンガード・モルガン・グロース・ファンド	184,000
6.	バンガード・ウェルズレー・インカム・ファンド	447,000
7.	バンガード債券ファンド	1,659,000
8.	バンガード・マネー・マーケット・リザーブ	1,870,000
9.	バンガード優先株ファンド	20,000
10.	バンガード・インデックス・トラスト	4,675,009
11.	バンガード地方債ファンド	1,258,000
12.	バンガード・スペシャライズド・ファンド	543,000
13.	バンガード・プライムキャップ・ファンド	599,000
14.	バンガード・トラスティーズ株式ファンド	62,000
15.	バンガード転換証券ファンド	12,000
16.	バンガード債券インデックス・ファンド	511,000
17.	バンガード・グロース & インカム・ポートフォリオ	201,000
18.	バンガード・カリフォルニア非課税ファンド	221,000
19.	バンガード・ニューヨーク非課税ファンド	86,000
20.	バンガード・ペンシルバニア非課税ファンド	195,000
21.	バンガード・ニュージャージー非課税ファンド	116,000
22.	バンガード株式インカム・ファンド	143,000
23.	バンガード・アセット・アロケーション・ファンド	285,000
24.	バンガード国際株式インデックス・ファンド	290,000
25.	バンガード・オハイオ非課税ファンド	32,000
26.	バンガード変額保険ファンド	212,000
27.	バンガード・バランス・インデックス・ファンド	85,000
28.	バンガード・フロリダ非課税ファンド	38,000
29.	バンガード・アドミラル・ファンド	350,000
30.	バンガード・タックス・マネージド・ファンド	126,000
31.	バンガード・トレジャリー・ファンド	194,000
32.	バンガード・ホライズン・ファンド	52,000
33.	バンガード・ホワイトホール・ファンド	13,000
合計		20,017,009

(注) 金額は98年6月時点

(出所) バンガードのフォーム ADV より野村総合研究所作成

そのような中、同社が運用するファンド33本が、バンガードの株主であることがバンガ

³バンガードのファンドの委任状によると、ボーグル・シニア・チェアマンとブレナン会長は個人資産の大部分をバンガードのファンドに投資しており、ファンドの成長が彼らのインセンティブとなるのは確かである。その他の社外取締役も個人資産をファンドに投資している。

ードの投資顧問登録書類（フォーム ADV）の中で開示されている（表 9）。表 9 を見ると、確かに運用会社たるバンガードの株式は、自らが運用するファンド 33 本によって所有されており、その総額は 98 年 6 月末時点で約 2,000 万ドルであった。ただし、バンガードの株主資本の総額は開示されておらず、他の出資者についても不明である。各ファンドの出資額（バンガード株式の保有残高）は、ファンドの純資産残高に応じて割り当てられることになっている。なお、表の中には 500 インデックスの名前はないが、これは 500 インデックスが次に述べる投資会社ではなく、実は表の 10 番目に位置するバンガード・インデックス・トラスト（これが投資会社）のポートフォリオの一部であるという技術的な理由からである。

ファンドが運用会社を所有するというのは違和感が強いが、これらのファンドが有期限の設定ではなく事実上半永久的に運用される前提であることや、投資会社（いわゆる会社型投信）であることを考え合わせるとどうだろうか。会社型投信とは、投資信託のうち、会社法に基づき設立された株式会社であるものをいう。上記の 33 本のファンド、すなわち投資会社は、1 つ 1 つが株式会社なのである。株式会社が他の株式会社の株式を保有することには何ら特別な点はない。要するに、バンガードの運用する 33 本の投資会社は、運用会社たるバンガードの法人株主であると考えればよいのである⁴。

表 10 ファンド A と運用会社 B の収益構造

ファンド A の損益計算書		運用会社 B の損益計算書	
投資収益	200	収入	50
費用	50	運用手数料	20
運用手数料	20	管理手数料	20
管理手数料	20	販売関連手数料	10
販売関連手数料	10	費用	35
純利益(ファンドの純資産の増分)	150	人件費	25
		広告・宣伝費	5
		賃貸料	5
		純利益	15

（注）単純化された架空の一例であり、数値も現実のものではない。また、販売手数料は運用会社の収入にならないなど、これ以外のパターンもあり得る。

（出所）野村総合研究所作成

さて、このような特殊な会社構造がなぜ低コスト、低手数料のビジネスに結びつくのだろうか。ここで、一般的なファンドと運用会社の収益構造を見ておこう。表 10 には架空のファンド A と架空の運用会社 B の損益計算書が並べてある。ファンド A は、保有株式や債券からの受取配当、受取利息などの投資収益（200）から費用（50）を差し引いたものが純

⁴各ファンドの年次報告書には、全保有銘柄がリストアップされているが、その中にバンガードの名前はない。バンガード株式は「その他資産」に分類されているためである。各ファンドの資産残高中、バンガード株式が占める割合は微々たるもので、500 インデックスの場合、わずか 0.02% である。

利益（150）となり、純利益の分だけファンド A の純資産が増加する。ファンド A の費用である運用手数料（20）、管理手数料（20）、販売関連手数料（10）が、運用会社 B の収入（50）となる。これらの収入から人件費等の費用（35）を差し引いたものが同社の純利益（15）となる。

運用会社 B は株式会社なので、純利益（15）の中から同社の株主に配当を行わなければならない。したがって、運用会社 B は、収入源であるファンド A からの運用手数料や管理手数料を、最低限、配当可能な利益が確保できる水準に設定する必要がある。費用の 35 をカバーするだけでは不十分で、利益確保の分だけ上乗せした手数料にしなければならない。ファンドの費用はファンドの資産から差し引かれるので、この上乗せ分の最終負担者はファンドの投資家であり、投資家の手数料（コスト）がその分増加していることになる。これは、ファンド A と運用会社 B の場合に限らず、通常のファンドと運用会社の関係に当てはまることである。

これに対し、バンガードの場合、自らの株主とは、ファンド自体に他ならない。そうすると、ファンドからの手数料で運用会社の利益、ひいては株主たるファンドに対する配当を確保するということになるが、これは無意味である。したがって、バンガードの場合は、人件費をはじめとする運用会社としての費用をカバーするだけの収入を得られればよい。表 7 の例でいうと、費用 35 をカバーするための収入 35 で十分であり、ファンドの手数料も 35 で十分となる。バンガードのフォーム ADV や同社の投信の目論見書を見ると、バンガードはファンドに対して「実費ベースで」運用、管理、販売等のサービスを提供していると書かれてあるが、その意味はこういうことである。

むろん、人件費をはじめとする費用の水準は適正かなど、非公開会社ゆえに不明な点も多く、バンガードが主張するように実費ベースだから低コストとは単純に割り切れない面もある。しかし、バンガードの言を素直に受け止めるなら、同社は、自らが運用するファンドが株主という特殊な構造ゆえに投資家が負担する手数料を低く抑えることができ、それがバンガードの低手数料の秘訣となっているというわけである。

5. 創業者ボーグルの退任

ここまで、「低コスト」をキーワードに、バンガードについて紹介してきた。同社にこの低コスト重視という個性を与え、同社を率いて業界 2 位にまでしたのは、創業者のジョン・ボーグル会長（シニア・チェアマン）である。ところが、99 年 8 月、バンガードの取締役会が、ボーグルが 70 歳の退職年齢に達したことを理由に、99 年末をもって彼を退任させようとしたため話題を呼んだ。

バンガードの社内規則では、同社の取締役は年齢が 70 歳に達した年の末に退任しなければならないとされている。ボーグル自身は、自分には決定権はないとしながらも、例外が

認められるなら留任に意欲的であることは隠さなかった。ところが、バンガードの取締役会メンバーは、ボーグルの希望を知った上で、同社の内規に例外を設ける予定はないとのコメントを出した。そこで、取締役会が開催される9月に先立ち、創業者であり、同社をここまで育て上げたボーグルに対して規則を画一的に適用するのが妥当か、新聞等が取り沙汰するようになったのである。8月にはバンガードから、一連の報道に対処する形で、ボーグルの退任と、退任後も同氏は執筆や講演などの形で積極的な活動を続けることが発表された。

ボーグルは単に創業者というだけでなく、バンガードを象徴する存在である。「低コスト」と「インデックス・ファンド」の重視は彼の強い信条だが、低コストがバンガードの基本方針なのは前述の通りであるし、バンガードが他のタイプの投信を数多く提供しているながらインデックス・ファンドで有名なのもこのためである。

ボーグルはまた、公の場でも、低コストのファンド、中でもインデックス・ファンドの利点を強く主張し続けてきた。他社に対して鋭い批判を行うことから新聞等のマスメディアにも取り上げられやすく、米国の投資家の間に、低手数料重視を投信の選択基準として普及させたのは彼の功績と言われている。彼は、バンガード一社にとどまらず、米国投信業界全体のカリスマ的存在とも言われ、「ピーター・リンチ（フィデリティ・マゼランの伝説的なファンド・マネージャー）が米国投信業界の80年代のヒーローなら、90年代はボーグルだ」と報じられたこともあった。

今回の退任騒動が話題を呼んだのは、このようなボーグルの知名度もさることながら、彼自身が選んだ後継者であるジョン・ブレナンとの対立が噂されていたからである。ブレナンは96年2月に会長（チェアマン）兼最高経営責任者（CEO）となり、以来、シニア・チェアマンであるボーグルとともにバンガードを経営してきた。ブレナンは、ボーグルの信念を共有しており、96年には500インデックスの手数料をそれまでの0.2%から0.18%に引き下げるなど、低コスト重視のビジネスを押し進めてきた。

両者の意見対立が表面化したのは、バンガードが97年、ファンド・スーパーマーケットの提供を開始し、ディスカウント・ブローカレッジへの参入を決定した時だった。ボーグルは従来から、ファンド・スーパーマーケットは投資家の頻繁な売買を奨励する「投信のカジノのようなもの」と批判していたが、ブレナンは参入を主張した。結局、ブレナンの意見が通された形になったが、この件を契機に両者の不仲が噂されるようになった。

バンガードの8月の声明発表後も、ボーグルを支持する書簡がバンガードやボーグル自身に数百通も届けられるなど、ボーグル・ファンとも言える投資家層の声は鳴りやまなかった。そのような中、9月に実際にバンガードの取締役会が開かれると、周囲の予想に反して取締役会はボーグルに留任を依頼、ボーグルがこれを辞退してバンガードの新設シンクタンクの会長になるという形でこの問題は決着した。バンガード取締役会とボーグルが水面下で交渉し、双方の体面を保つ形での解決が図られたと見られている。今後、ボーグルは、8月のバンガードの声明にあったように、投信に関する執筆活動や講演活動に専念する

こととなった。

今回の退任騒動については、バンガードのビジネス方針が揺らぎ、同社の投信やサービスに悪影響を及ぼすことが懸念された面もあった。しかしながら、ボーグルの哲学はバンガードに深く根付いており、彼の退任によりバンガードが大きく変化することはないというのが、現時点では大方の見方である。バンガードも、9月の取締役会後にボーグルと共同でステートメントを発表し、その中で、「バンガードが引き続き、ボーグルが確立した哲学、価値観に従うことを投資家に信じて欲しい」と強調した。

(野村 亜紀子)